

---

*Revue de l'OFCE n° 66 / Juillet 1998*

---

## *Fiche de Lecture*

---

Michel Aglietta

### ***Macroéconomie internationale***

*Aux éditions Montchrestien, Paris, 1997*

---

Henri Sterdyniak

En cette époque de mondialisation des économies et des marchés financiers, la macroéconomie est obligatoirement internationale. Les responsables politiques et économiques se préoccupent de compétitivité et d'attractivité de l'espace économique national. La libéralisation des mouvements de capitaux fait que chaque politique monétaire nationale doit tenir le plus grand compte des taux d'intérêt étrangers et de l'opinion des marchés financiers. La mise en place de l'euro va encore renforcer l'internationalisation des marchés financiers et des politiques économiques. Aussi, ne peut-on que se réjouir de voir publier un manuel de macroéconomie internationale de langue française qui, par ses qualités pédagogiques, rendra les plus grands services aux étudiants et aux professeurs, mais qui intéressera aussi les économistes et le public averti, en raison de la grande actualité des questions qu'il aborde.

Il y a plusieurs écoles en macroéconomie. Selon sa vision néo-classique, la macroéconomie peut se déduire complètement des principes de base de la microéconomie : les prix (y compris les salaires et les taux d'intérêt) sont parfaitement flexibles et équilibrent en permanence les marchés ; les soldes extérieurs ne sont que le reflet des différences entre les nations quant à la préférence pour le futur de leurs habitants et aux productivités marginales des investissements qu'il est possible d'y effectuer ; la possibilité de déséquilibres est niée. Michel Aglietta a choisi de faire un manuel keynésien : il ne part pas d'un modèle théorique abstrait, mais il cherche à rendre compte des rigidités et des déséquilibres effectivement observés dans le fonctionnement concret de l'économie mondiale. C'est le choix pertinent : le débat théorique en macroéconomie doit se nourrir des faits observés. On ne peut discuter dans l'abstrait des avantages des changes flexibles sans analyser les expériences de forts désajustements des taux de change que l'économie mondiale a connus depuis 1971. On ne peut discuter des avantages de la dévaluation sans faire un bilan des dépréciations anglaise et italienne de 1992. On ne peut discuter de la rationalité des marchés financiers, sans étudier la crise de l'endettement du Tiers-Monde, la crise mexicaine, la crise de l'immobilier, etc. Aussi, le grand intérêt de ce manuel est qu'il rapproche des

modèles théoriques et des analyses d'épisodes récents du fonctionnement de l'économie mondiale.

Reste que ce programme de travail n'est pas aisé. La flexibilité parfaite des salaires et des prix est contraire aux faits observés, mais, en sens inverse, il est difficile de bâtir une théorie de la rigidité des salaires, qui puisse expliquer pourquoi certaines dépréciations de la monnaie ne se traduisent que par de l'inflation tandis que d'autres réussissent. De même, une fois reconnu que certains déficits extérieurs sont la marque d'un déséquilibre et que d'autres sont souhaitables, il faut pouvoir fournir les éléments qui permettent de faire le tri.

Enfin, le lecteur sera sans doute surpris de ce que l'ouvrage soit très peu régulationniste. Michel Aglietta pense-t-il que l'école de la régulation n'a rien à dire en matière de macroéconomie internationale ? Ou le théoricien original a-t-il choisi de s'effacer devant le pédagogue ? C'est un choix compréhensible pour un manuel mais le lecteur le regrette parfois. La mondialisation remet-elle en cause les spécificités nationales en matière de régulations sociales et économiques (négociations salariales, fiscalité, organisation des systèmes financiers) ? Va-t-elle imposer de nouveaux types de relations entre les Etats, les entreprises, les salariés, les rentiers ? Va-t-elle disloquer les solidarités nationales ? Y-a-t-il des modes d'organisations sociales plus efficaces face à la mondialisation ? Cette nouvelle organisation préfigure-t-elle un nouvel âge d'or du capitalisme ou, au contraire, sera-t-elle marquée par le creusement des inégalités et l'instabilité économique ? Les questions cruciales, que l'école de la régulation devrait permettre d'analyser, ne sont pas abordées. Je le répète : il s'agit d'un manuel keynésien, heureusement keynésien, mais seulement keynésien.

La macroéconomie internationale n'est certainement pas une discipline mûre. Nous ressentons collectivement une certaine insatisfaction sur l'état de notre art. Je me permettrai donc, en passant en revue les chapitres de cet ouvrage, de faire quelques remarques et critiques à l'auteur.

Le chapitre I présente les flux avec l'étranger dans des cadres comptables, ceux de la balance des paiements et de la Comptabilité nationale. Je regrette qu'il ne le fasse pas avec esprit critique. Il reprend par exemple des notions comme la « position monétaire extérieure » ou la création monétaire, qui n'ont, selon moi, aucun sens économique. Supposons par exemple qu'un fonds de pension américain anticipe une forte montée du franc et désire détenir des avoirs en francs. Il peut le faire de trois façons. Il peut acheter des bons de caisse émis par une banque française. Il peut acheter des titres publics en francs. Il peut effectuer un placement en francs dans une banque américaine (qui elle-même effectuera un placement dans une banque française). Du point de vue économique, ces trois manières de faire sont équivalentes. Or, la

masse monétaire française, telle qu'elle est définie, augmente dans le premier cas, reste stable dans les deux autres. La position monétaire extérieure des banques françaises est stable dans les deux premiers cas, s'améliore dans le troisième. Il est absurde de penser qu'il y a « création monétaire » dans le premier cas et pas dans le deuxième ou le troisième (mais c'est le genre d'erreur que font souvent les commentateurs de l'évolution de l'agrégat M3 en Allemagne). Il faudrait enfin que les professeurs enseignent aux étudiants que la notion de « monnaie » n'a guère de sens dans les systèmes financiers modernes. Ce qui est important pour la balance des paiements, ce sont les avoirs nets en devises que les résidents français veulent détenir et les avoirs nets en francs que les étrangers veulent détenir; pas le pseudo-caractère monétaire ou non de ces avoirs.

De même, Michel Aglietta reprend une théorie de la détermination du taux d'intérêt monétaire aussi banale que fausse. Il écrit en effet (page 84) : « Ce taux d'intérêt est un prix de marché qui varie quotidiennement en fonction de tous les facteurs qui influencent la demande de liquidité de l'économie.[...] Il existe plusieurs représentations théoriques de l'influence exercée par la politique monétaire. La plus courante consiste à supposer que ce taux équilibre une offre et une demande de monnaie. Il est alors explicitement traité comme un prix d'équilibre sur un marché d'actif ». Plaisant argument que de choisir un modèle théorique parce qu'il est le plus *courant*. Le lecteur curieux ne peut que regretter que les autres *représentations théoriques* ne soient pas exposées. En fait, à l'exception des auteurs de manuels de macroéconomie ou d'articles théoriques, les observateurs de la politique monétaire savent que le taux d'intérêt de court terme ne fluctue pas pour équilibrer une demande de monnaie avec une offre définie par la Banque centrale. D'ailleurs, quelle masse monétaire serait ainsi équilibrée : M1, M2, M3, M4 ? Les trois autres resteraient-elles en déséquilibre ? Comment expliquer cette coïncidence que le taux qui équilibre le marché de la monnaie aux Pays-Bas est le même que celui qui équilibre le marché de la monnaie en Allemagne ? Non, la seule représentation empiriquement valide est que la Banque centrale fixe le taux d'intérêt monétaire ; celui-ci ne représente pas un phénomène de marché. Keynes s'est trompé dans le chapitre 13 de la *Théorie générale* : il n'existe pas de courbe LM. Reste, et c'est là le point délicat, à expliciter les déterminants du comportement de la Banque centrale. Mais on ne peut faire l'économie de cette analyse. La solution retenue par Michel Aglietta présente certes des avantages. La question de la détermination du taux d'inflation de long terme est résolue : c'est le taux de croissance de la masse monétaire moins celui de la production ; celle du niveau des prix de long terme aussi : il doit ajuster l'offre et la demande de monnaie. En contrepartie, toute pertinence empirique disparaît : dans la réalité, le taux d'inflation découle, période après période, des divers chocs qui frappent l'économie et de l'arbitrage délicat que font les autorités économiques (budgétaires

ou monétaires) entre inflation et chômage. Le choix fait par Michel Aglietta l'oblige à reprendre des concepts périmés (comme celui de *stérilisation* des variations de réserves de changes). De même, je regrette qu'il laisse croire, pages 444 à 446, que le taux de change de long terme puisse être expliqué par l'évolution relative des masses monétaires, comme si celles-ci tombaient du ciel.

Le chapitre II présente le marché des changes. Il existe un double mystère. Dans un marché dominé par des spéculateurs infiniment riches et sans aversion pour le risque, l'écart de taux d'intérêt entre deux devises devrait être égal à l'anticipation de variation du taux de change, telle qu'on peut la mesurer par les enquêtes effectuées auprès des opérateurs sur les marchés. On constate généralement que l'écart de taux d'intérêt est très faible par rapport à la variation anticipée du taux de change. Par ailleurs, *ex post*, on devrait voir une bonne corrélation entre la variation effectivement observée du taux de change entre les dates  $t-1$  et  $t$  avec, d'une part, les variations anticipées à la période  $t-1$ , d'autre part, les écarts de taux d'intérêt à la période  $t-1$ . L'analyse empirique effectuée sur des couples de monnaies flottant librement (dollar/DM, dollar/yen) montre que les variations anticipées et l'écart de taux d'intérêt ont une valeur prédictive nulle pour les variations effectives. Ces deux constatations décourageantes indiquent que les opérateurs n'interviennent guère sur les marchés en fonction de leurs anticipations et que les évolutions du taux de change sont en quasi-totalité non anticipées. Michel Aglietta évoque une prime de risque, qui serait variable au cours du temps. Certes, si un pays est fortement endetté, il doit pratiquer des taux élevés pour attirer les capitaux étrangers et retenir les capitaux domestiques. Mais les analyses empiriques montrent qu'une variable comme le taux d'endettement net ne permet d'expliquer ni l'écart entre le différentiel d'intérêt et les anticipations de change, ni l'écart entre les variations de taux de change et le différentiel d'intérêt de la période précédente.

Le chapitre III discute de la parité de pouvoir d'achat (PPA). Il s'agit d'une notion confuse dans la littérature économique. Michel Aglietta définit la PPA comme l'égalité du niveau général des prix dans les deux pays considérés :  $P = P^*E$ . Mais Balassa a montré que le niveau général des prix est d'autant plus élevé que le pays est plus développé. Il convient d'autre part d'explicitier par quel mécanisme la PPA est obtenue. Il faut évoquer soit le commerce extérieur, soit la formation des prix et des salaires. Selon la loi du prix unique, le prix des produits homogènes qui font l'objet de commerce international (pétrole, blé, charbon) doit s'égaliser. On doit donc avoir  $P_i = P_i^*E$  pour chaque produit. Mais cette loi n'est d'aucune utilité pour la détermination du taux de change : le taux de change du franc ne se fixe pas au niveau tel que la production de charbon soit rentable en France. La loi du prix unique ne fait que déterminer, à taux de change donné, les productions effectivement rentables

dans un pays. Considérons globalement le taux de change réel du pays  $Q = P^*E/P$ . Plus  $Q$  est fort, plus le pays est compétitif. Vue de très loin, sur très longue période, la compétitivité est stable : donc le taux de change compense plus ou moins les écarts de taux d'inflation : c'est la PPA relative. Mais, en fait, la compétitivité d'un pays varie fortement ou de façon structurelle ou à court terme. Un pays producteur de pétrole comme la Norvège peut connaître une forte baisse de sa compétitivité industrielle puisque son excédent énergétique lui permet d'avoir un déficit industriel. Un pays peut avoir temporairement une compétitivité dégradée parce qu'il pratique une politique monétaire restrictive qui lui permet d'attirer les capitaux. La balance commerciale s'écrit :

$$B = B_0 + n(Y - Y^*) + n\delta Q.$$

Un seul niveau de taux de change réel permet d'équilibrer la balance commerciale, mais il varie au cours du temps en raison de facteurs conjoncturels ou structurels et la balance commerciale n'est pas nécessairement équilibrée. Aussi, la PPA relative n'est pas imposée à court-moyen terme par les exigences de l'équilibre de la balance commerciale.

Du côté des prix et des salaires, la parfaite indexation des salaires et des prix implique que, si les salaires sont parfaitement indexés sur les prix à la consommation selon  $W = lP_c Y^a$ , et si les prix de production dépendent des salaires selon  $P = mW Y^b$ , tandis que les prix à la consommation dépendent des prix de production et des prix étrangers selon  $P_c = P^{1-n} (P^*E)^n$ , alors le niveau des prix de production vaut :

$$(SP) P = P^*E (lm Y^{a+b})^{1/n}$$

Le niveau des prix est proportionnel au taux de change nominal. Le taux de change réel ne dépend pas du taux de change nominal mais uniquement du niveau d'activité, du taux de marge désiré par les entreprises et des exigences salariales. On retrouve la PPA relative. Mais le point essentiel dans le monde réel est que le taux de change fluctue beaucoup plus que les prix, au jour le jour, au mois le mois ou à l'année. De sorte que le taux de change réel fluctue beaucoup : il faut rejeter l'hypothèse de parfaite et immédiate indexation des salaires et des prix. La PPA ne peut servir de guide pour expliquer l'évolution du taux de change.

Les chapitres IV et V présentent l'équilibre macroéconomique de ce que Michel Aglietta nomme une économie insulaire, c'est-à-dire sans mouvement de capitaux privés avec l'étranger. Bien sûr, ceci peut sembler un modèle périmé, mais n'oublions pas que c'est encore la situation de beaucoup de pays du Tiers-Monde. Je serai en désaccord avec l'auteur sur un point : il pense que la flexibilité des changes permet un équilibre automatique de la balance commerciale. Mais, à très court terme, comme il le rappelle plus loin, la balance commerciale se dégrade quand le change se déprécie (courbe en J) ; aussi, en l'absence de spéculateurs privés, la stabilité du taux de change ne peut être assurée que par des

interventions de la Banque centrale, qui doit contrebalancer les fluctuations de la balance commerciale par la variation des réserves de changes, quitte à laisser glisser le taux de change si le déficit se révèle durable. Aussi, les pays qui limitent les mouvements de capitaux privés ont obligatoirement un régime de change de flottement géré.

Michel Aglietta discute ici de la politique de désinflation compétitive. Que doit faire un pays qui connaît à la fois un déficit extérieur et une production inférieure au plein-emploi ? La réponse évidente est « dévaluer », mais une dévaluation n'est efficace que si elle réussit à améliorer durablement la compétitivité, donc à faire baisser le salaire réel. Si celui-ci est protégé par des règles d'indexation, la dévaluation ne provoque que de l'inflation. L'expérience des dévaluations françaises du début des années quatre-vingt avait convaincu de l'impuissance des dévaluations. La réussite des dépréciations italiennes et britanniques de 1992 a redonné du poids aux partisans de celles-ci. Dans un pays où le salaire réel ne peut être baissé ni par la dévaluation, ni par la négociation salariale, la seule stratégie possible est celle de la désinflation compétitive : pratiquer une politique économique restrictive qui entraîne un fort chômage et attendre que ce fort niveau de chômage fasse baisser le salaire réel. Quand le salaire réel a suffisamment diminué, la politique économique peut redevenir expansionniste pour ramener au plein-emploi, qui sera alors compatible avec l'équilibre extérieur. Cette politique a, on le sait, ses limites : elle oblige à une période prolongée de chômage dont le pays ne sort pas intact ; la baisse de la demande réduit le besoin d'investir ; la faiblesse de la croissance réduit les gains de productivité du travail, donc les gains de compétitivité ; elle dégrade les finances publiques et rend difficile le tournant vers la relance qui doit marquer son terme. Même si la France a connu le miracle du contre-choc pétrolier de 1986 et celui de la baisse des taux d'intérêt mondiaux de 1993-1995, la stratégie n'a pas encore porté ses fruits en terme d'emploi.

Le chapitre VI présente une analyse fine des déterminants du commerce extérieur. Deux points me semblent cruciaux. Une partie importante du commerce extérieur est effectuée par des firmes exportatrices qui fixent leur prix dans chaque pays en fonction de la situation spécifique du marché de ce pays. Par exemple, une entreprise japonaise qui décide de vendre aux Etats-Unis va fixer ses prix sur le marché américain en fonction des prix des entreprises concurrentes. Si le yen se déprécie fortement, mais que l'entreprise japonaise considère que cette baisse est transitoire, elle ne va pas baisser fortement ses prix pour ne pas avoir à les remonter ultérieurement. Elle ne veut pas investir pour faire des gains de parts de marchés, qu'elle considère transitoires. Aussi, les prix du commerce international des biens industriels différenciés sont peu sensibles aux fluctuations du taux de change (ce qui donne l'impression que les exportateurs profitent des dévaluations pour gonfler leur marge); mais les volumes sont très sensibles au taux de change réel de moyen

terme, qui détermine l'intérêt pour une entreprise de produire ou non dans tel pays et celui de s'engager dans une stratégie de conquête d'un marché extérieur. Michel Aglietta insiste sur les effets de « compétitivité hors-prix ». Du point de vue strictement macroéconomique, ceux-ci pourraient ouvrir la voie à des cercles vertueux : un pays qui connaît une forte croissance (grâce à une relance interne ou une dévaluation) pourrait gagner des parts de marchés (grâce aux gains de productivité, d'innovation et de modernisation induits par la croissance) qui compenseraient les effets traditionnels de creusement du déficit extérieur (par la hausse des importations et la hausse des coûts induits par les tensions provoquées par la croissance). Mais ceux-ci restent empiriquement fragiles.

Les chapitres VII et IX présentent le modèle de Mundell et Fleming, d'abord à court puis à moyen terme (sans analyser encore la dynamique, en particulier celle induite par les anticipations de change). Malheureusement, le moyen terme n'est pas décrit avec suffisamment de précision. A moyen terme, la balance courante doit être équilibrée et le taux de change réel est déterminé par le comportement de prix et de salaire (soit l'équation (SP)). Dans ces conditions, il existe un seul niveau de production qui équilibre la balance courante : il ne correspond pas nécessairement au plein-emploi. La demande doit s'ajuster à ce niveau de production : ceci se fait par hausse du taux d'intérêt (en cas de substitution imparfaite des capitaux) ou par effet de patrimoine (en cas de mobilité parfaite). A long terme, la persistance du chômage finit par faire pression sur le salaire réel et l'équilibre correspond théoriquement au plein emploi. Le point délicat est que le moyen terme (et plus encore le long terme) sont très éloignés, de sorte qu'ils sont peu pertinents pour la politique économique. Considérons un pays frappé par un choc négatif de demande privée ; le théoricien peut dire que le pays reviendra automatiquement au plein-emploi d'une part par baisse des salaires (en raison du chômage), d'autre part par accumulation d'actifs sur l'étranger puisque la balance commerciale est excédentaire (en raison de la baisse de la demande interne) ; mais ce mécanisme est long, coûteux et douteux. La politique économique peut préférer stabiliser tout de suite l'économie en compensant, par une politique économique expansionniste, la faiblesse de la demande privée. Ce chapitre se termine par une section peu convaincante sur les « consolidations budgétaires ». L'auteur reprend sans discussion les concepts de « consolidation », de « soutenabilité des finances publiques ». Il ne contraste pas l'utilité et l'impact des politiques budgétaires selon que l'économie est en situation de pleine utilisation des capacités de production et de tensions inflationnistes ou au contraire en situation de sous-emploi de celles-ci.

Le chapitre IX est consacré à l'étude de l'équilibre de pays en situation de mobilité parfaite des capitaux. Je ne comprends pas les modélisations choisies dans le cas des changes fixes. Dans la section B,

Michel Aglietta imagine un régime de change fixe symétrique : la Banque centrale de chaque pays émet librement de la monnaie, s'endette sans limites auprès de la Banque centrale du pays partenaire (ou accepte sans limite d'accumuler des avoirs sur celle-ci) ; le taux d'intérêt commun égalise l'offre et la demande globale de monnaie de la zone. Mais un tel système n'a jamais existé et ne peut pas exister : en cas de désaccord entre les deux pays sur la politique monétaire, un pays devrait accumuler sans limite des avoirs sur l'autre. Un système de change fixe est obligatoirement dissymétrique, avec un pays dominant qui fixe librement sa politique monétaire et des pays dominés qui choisissent de fixer leur parité par rapport à lui et qui en supportent la charge : c'est ainsi que fonctionnaient le système de Bretton-Woods, le SME, le franc CFA. Dans la section C, Michel Aglietta présente un modèle de deux pays en union monétaire où chacun choisit librement sa création monétaire et où le marché de la monnaie détermine un taux d'intérêt commun. Ce n'est heureusement pas le modèle choisi pour l'UEM. Malheureusement, les problèmes de coordination des politiques économiques en UEM ne sont pas traités, mais à peine évoqués en cinq lignes elliptiques. La section D présente les résultats du modèle de Mundell-Fleming en changes flexibles ; je regrette que l'auteur ne présente pas les limites de ce modèle : les résultats dépendent crucialement de deux hypothèses arbitraires les anticipations sont statiques et la masse monétaire est contrôlée. Il suffit d'en faire d'autres (les anticipations sont régressives ou la Banque centrale a une fonction de réaction) pour que les résultats soient totalement modifiés.

Le chapitre X présente une analyse critique du modèle monétariste. Celui-ci n'est que l'application stricte du modèle Walrasien à la macroéconomie internationale. Il suffit de faire l'hypothèse d'une parfaite flexibilité des prix et des salaires, qui assure en permanence le plein-emploi. Les hypothèses qu'ajoute Michel Aglietta (insensibilité de la demande de monnaie au taux d'intérêt, ajustement lent de la demande à l'offre de monnaie) ne sont pas nécessaires. Malencontreusement, Michel Aglietta analyse, dans la section où il oppose les schémas monétariste et keynésien, l'impact d'une politique budgétaire expansionniste survenant en situation de plein-emploi. Il va de soi qu'alors celle-ci va être inflationniste et déstabilisante. Toute discussion sur la politique budgétaire doit comparer l'évolution de l'économie, après un choc dépressif de demande privée, selon que la politique budgétaire compense le choc de demande privée ou reste neutre. L'activisme budgétaire apparaîtrait alors stabilisant.

Le chapitre XI présente des modèles dynamiques de détermination du taux de change, qui intègrent en particulier des schémas de formation des anticipations. C'est un domaine où la science économique n'est pas encore parvenue à un discours satisfaisant. En fait, trois schémas coexistent.



Dans les modèles dynamiques macroéconomiques avec anticipations rationnelles, on suppose que l'économie peut être représentée par un modèle dynamique où certaines variables, dites visqueuses, ne s'ajustent que lentement (les salaires, les prix des biens, les stocks d'actifs financiers), tandis que les variables financières (taux d'intérêt et taux de change) s'ajustent instantanément; les spéculateurs connaissent parfaitement le modèle et sa dynamique ; aussi, leurs anticipations correspondent parfaitement à l'évolution du taux de change. A la suite d'un choc, la dynamique comporte un saut immédiat et non-anticipé du taux de change, dont la forte volatilité compense l'inertie des variables visqueuses, puis un cheminement parfaitement anticipé vers la nouvelle valeur d'équilibre de long terme du taux de change. Ce schéma présente trois défauts : sa valeur explicative est limitée puisque nous savons que la partie de l'évolution du taux de change effectivement anticipée par les marchés est très faible. Dès que le modèle présente plusieurs variables visqueuses, la trajectoire du taux de change obéit à une équation différentielle d'un ordre élevé ; elle est donc complexe, c'est-à-dire fortement fluctuante et sa direction change de sens de façon endogène. Aussi la plausibilité des anticipations rationnelles est très faible et les schémas simples de formation des anticipations (les agents anticipent que le taux de change se dirige de façon monotone vers sa valeur de long terme) ne sont pas vérifiés, donc ne sont pas rationnels. Enfin, le retour à l'équilibre de long terme (qui comprend l'ajustement des prix et des salaires, la stabilité des stocks d'actifs et, dans certains modèles, le retour au plein-emploi) est très lent, de sorte qu'il n'est pas plausible de penser que les spéculateurs privés tiennent compte de phénomènes qui jouent à 5, 10 ou 30 ans. Nous manquons de modèles qui décrivent l'enchevêtrement de dynamiques de vitesses différentes

Le deuxième schéma insiste sur l'importance des chocs non-anticipés qui seraient responsables de l'essentiel de la volatilité du taux de change, mais il n'explique pas pourquoi les spéculateurs interviennent sur un marché dont l'évolution est ainsi dictée par des événements imprévisibles. Ce schéma explique pourquoi certaines variables surveillées arbitrairement par les marchés (nouvelles statistiques de chômage, d'inflation, etc.) provoquent de fortes fluctuations du taux de change ; mais il faudrait aussi montrer comment, petit à petit, les fondamentaux retrouvent le rôle essentiel.

Enfin, le troisième type de schéma insiste sur une volatilité intrinsèque du marché des changes induite par les opérateurs eux-mêmes hors de tous fondamentaux ; dans les modèles de *bulles*, une hausse initiale arbitraire du taux de change est prise comme signal par les opérateurs et donne lieu à une spéculation à la hausse autoréalisatrice et déstabilisante ; dans les modèles mimétiques, une partie importante des spéculateurs ne regarde pas les fondamentaux, mais uniquement le comportement des autres spéculateurs ; l'évolution du taux de change

est alors guidée par le hasard. Ces modèles posent deux problèmes. Ils n'ont aucun pouvoir prédictif. Si le marché revient un jour à un équilibre fondamental, les imitateurs purs sont perdants. Aussi, ne comprend-on pas pourquoi ils s'engagent dans des opérations spéculatives alors qu'ils n'ont aucun avantage comparatif *a priori*.

Le chapitre XII analyse la gestion du taux de change par les Banques centrales. Il développe surtout la théorie des zones-cibles avec un grand détail et un important formalisme. J'avoue n'avoir jamais compris cette théorie. Dans sa version optimiste, elle prétend que le marché, prévenu que la Banque centrale entend maintenir le change disons à 100, plus ou moins 2 %, va contribuer à stabiliser le système puisque il anticipera un retour à 100 si le change s'écarte de cette valeur. Dans sa version pessimiste, un écart entre le change et la valeur cible donne naissance à des anticipations de réalignements, qui rendent le système instable. A la limite, une fois la borne atteinte, tous les spéculateurs savent qu'il y a un risque de réalignement et celui-ci devient inéluctable. Les deux versions considérées, la théorie ne peut rien indiquer sur le lien stabilité du change/existence d'une zone-cible. Le point délicat, comme le montre la crise de septembre 1992, est que le maintien d'une zone-cible suppose que les pays dominés acceptent de suivre une politique monétaire ne correspondant pas à leurs besoins si leur conjoncture diffère de celle du pays dominants ; le drame est que cela ne suffit pas à stabiliser le taux de change si un certain nombre de spéculateurs pensent que cet engagement n'est pas crédible. Ceci amène à penser que nous n'avons pas de théories des engagements crédibles des autorités monétaires face aux marchés.

Les chapitres XIII et XIV analysent le système monétaire international. C'est dans cette partie du manuel que le lecteur retrouvera la patte originale de l'auteur et ses thèmes favoris : la sélection des devises-clés, l'importance de la confiance en la monnaie, la monnaie comme bien collectif, le rôle essentiel du prêteur en dernier ressort. Ces chapitres restent vagues et peu modélisés. Ils ne sont ni au niveau de formalisation du reste de l'ouvrage, ni vraiment cohérents avec lui. Par exemple, on apprend, page 586, qu'en change fixe la masse monétaire mondiale est mécaniquement égale à la base monétaire américaine que multiplie un certain multiplicateur fixe, sans que ce type de formalisation n'ait été introduit et discuté dans le reste de l'ouvrage. Je regrette que l'auteur néglige complètement la vaste littérature consacrée aux conflits, aux coopérations et aux coordinations des politiques économiques. De même, il ne discute pas de l'équilibre macroéconomique mondial : y-a-t-il un taux d'intérêt réel mondial ? Comment est-il déterminé ? La problématique essentielle à l'heure actuelle — comment peut s'équilibrer une économie mondiale divisée en grandes zones (la zone dollar, la zone yen, la zone euro) ? — n'est pas étudiée de manière formalisée. Le manuel est resté trop longtemps sur le modèle de la petite économie

dans le vaste monde, modèle qui a perdu beaucoup de son intérêt à l'époque actuelle. Enfin, l'ouvrage n'analyse pas le fonctionnement effectif des systèmes contemporains de changes fixes et du SME. Il ne discute pas des problèmes que pourra poser la monnaie unique en Europe : compatibilité des politiques budgétaires, politique monétaire unique dans des pays en situations conjoncturelles différentes.

Finalement Michel Aglietta recherche un système qui « devrait combiner les avantages des changes fixes et des changes flexibles ». De même qu'il n'existe pas de bonne organisation des relations amoureuses (en raison des besoins contradictoires de fidélité, de sécurité, de nouveauté et de liberté), il n'existe pas de bon régime de change. Les changes flexibles permettent l'autonomie des politiques nationales ; chaque pays peut pratiquer la politique monétaire qui correspond à sa situation conjoncturelle ; par contre, les changes connaissent des fluctuations excessives puisque le marché est dominé par des spéculateurs qui n'ont pas d'ancrage pour fixer leurs anticipations ; les autorités monétaires ne savent pas quelles seront les conséquences de leurs actions, puisque celles-ci transitent par l'impact qu'elles auront sur les spéculateurs ; la non-coordination des politiques monétaires conduit à un équilibre non optimal.

Les changes fixes sont obligatoirement asymétriques ; un pays dominant impose le taux d'intérêt ; les autres sont contraints de suivre, même si le taux imposé ne correspond pas à leurs besoins ; en situation de liberté de mouvement de capitaux, ce régime est fragile puisque les spéculateurs peuvent facilement attaquer les monnaies les plus faibles. Le régime d'union monétaire n'a encore jamais fonctionné à l'époque contemporaine ; il impose à tous les pays de la zone de pratiquer le même taux d'intérêt même si leur situation conjoncturelle est différente ; les pays doivent utiliser leur politique budgétaire pour stabiliser leur économie en même temps que les politiques budgétaires sont contraintes pour éviter la tentation de relance excessive. La libéralisation des mouvements de capitaux et l'usage intensif de la politique monétaire à des fins de régulations internes rendent encore plus délicat le fonctionnement du SMI. Mais, brusquement, trois pages avant la fin de son manuel, Michel Aglietta découvre le remède miracle : *l'indépendance des Banques centrales*, qui satisferait à la fois au « besoin universel de confiance dans la monnaie » et à « l'exigence démocratique de prise en compte des préférences nationales ». Les Banques centrales indépendantes devraient être co-responsables des taux de change. Pourtant, en passant, page 260, Michel Aglietta nous avait mis en garde : « Si l'indépendance de la Banque centrale est poussée jusqu'au conflit ouvert avec le gouvernement, elle peut provoquer un désastre ». Le sujet est si important et a donné lieu à une si vaste littérature, ni citée, ni utilisée ici, que j'aurais aimé que Michel Aglietta justifie de façon formalisée sa position. L'utilisation de la politique monétaire par une Banque centrale indépen-

dante pour lutter contre l'inflation est une source d'instabilité du taux de change ; les accords de stabilité des changes sont incompatibles avec l'autonomie nécessaire à une Banque centrale indépendante (la *Bundesbank* n'a jamais aimé le SME et a toujours déclaré qu'elle voulait fixer sa politique monétaire en fonction de la situation allemande, indépendamment de toutes considérations de stabilité des changes) ; enfin, la non-coordination entre politique monétaire et budgétaire est une source de forts taux d'intérêt et d'instabilité du taux de change (comme le montre la hausse du dollar de 1981 à 1985). On comprend que Michel Aglietta attache une grande importance au maintien « de la confiance en la monnaie », qui ne va pas de soi pour lui ; doit-il pour autant proposer de donner tous les pouvoirs au président et à la technocratie des Banques centrales ? Comment concilie-t-il ses douze premiers chapitres keynésiens et les deux derniers ? Peut-on faire confiance aux marchés et aux Banques centrales indépendantes pour stabiliser l'économie mondiale ?

Chaque chapitre est suivi d'un résumé, d'une série d'exercices et d'une bibliographie. Par contre, l'ouvrage ne comporte pas d'index, ni d'auteurs, ni de sujets. Le corps du texte ne comporte généralement pas de références bibliographiques. Prenons par exemple, les pages 428 à 429 : l'étudiant ne peut pas savoir les sources et les auteurs des trois modèles exposés (fluctuations imprévisibles du taux de change dues à la multiplicité des variables visqueuses, fort surajustement du change en économie classique, sous-ajustement du change en économie concurrentielle). Toutefois, l'intérêt de l'ouvrage est tel qu'il connaîtra sans doute de nombreuses éditions où Michel Aglietta aura l'occasion de corriger ce défaut.